

华夏幸福 (600340.SH) / 房地产业
打造产业新城，铸就华夏幸福
评级: 买入 (首次)

市场价格: 25.92

分析师: 倪一琛

执业证书编号: S0740517100003

电话: 021-20315288

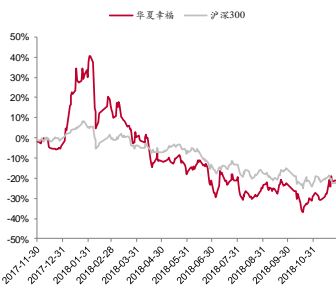
Email: niyc@r.qizq.com.cn

研究助理: 王洪岩

Email: wanghy@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,003.25
流通股本(百万股)	2,954.95
市价(元)	25.92
市值(百万元)	77,844.24
流通市值(百万元)	76,592.30

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	53,821	59,635	80,389	107,319	137,046
增长率 yoy%	40.40%	10.80%	34.80%	33.50%	27.70%
净利润	6,492	8,781	11,839	15,307	19,357
增长率 yoy%	35.22%	35.26%	34.83%	29.30%	26.46%
每股收益(元)	2.16	2.92	3.94	5.10	6.45
净资产收益率	25.60%	23.67%	25.27%	26.23%	26.43%
P/E	11.99	8.87	6.58	5.09	4.02
PEG	0.34	0.29	0.20	0.14	0.13
P/B	3.07	2.10	1.66	1.33	1.06

备注:

投资要点
“产城+地产”双轮驱动，加速发展

2002年，公司业务由房地产开发转为承接综合性园区开发、建设与运营业务兼房地产开发业务。公司两项业务的发展已形成“1+1>2”的协同模式。

核心优势，铸就产业新城领军者

公司深耕产业新城业务十余年，积累了丰富的经验，目前已形成三大核心优势：**1、提前布局，精准选址，受益于都市圈崛起。**布局城市特点：（1）距离核心城市较近；（2）交通便捷；（3）受益于不同行政区域的协作发展，如：京津冀协同发展等。**2、招商引资能力强：**截至2018年中期末，公司已经累计引进签约企业超1900家，招商引资额累计超5500亿元。**3、固安标杆，品牌效应突出：**固安产业新城的成功，为公司全国布局起到标杆示范作用。

走出京津冀，异地复制初见成效

2018年上半年，公司环京区域营收占比下降至78.31%，环上海区域占比较2017年底提升5.54个百分点至18.25%，华南区域占比3.44%。随着异地复制成效逐步兑现，非环京区域产城的贡献占比将进一步扩大。

非环京区域拓展成效显著：（1）建设期前3年的招商引资情况，非环京增速优于环京区域。其中，环京的香河2013-2015，签约投资额增速分别为232.7%、-13.0%，而非环京的深水2018年上半年园区签约投资额同比增长280.3%。嘉善产业园区2014-2016年，签约投资额复合增速达254.4%。（2）现金流方面，严格遵循“三年当年回正，四年累计回正，峰值7亿”的标准，非环京产城均符合标准。

融资渠道多元化，资产负债结构有望改善

在流动性持续收紧的背景下，公司依然可以低成本发行公司债；同时，产业新城基金有望成为公司未来重要融资渠道之一，多元化的融资方式有望改善公司的负债结构。2018年7月，平安战略性入股近两成，在补充流动性的同时，有效缓解市场过分担忧带来的股价压制。

投资建议：公司作为产业新城的行业领军者，受环京区域限购等政策的影响，目前正积极脱离区域性束缚，已初步取得成效。我们认为短期内环京区域难见政策面的放宽，非环京区域产城拓展多处于建设起步阶段，前期资金投入规模将持续增加，而此次平安入股缓解了现金流压力。据我们测算，目前公司异地复制的产城项目现金流回正的速度快于同期环京区域的项目，因此中长期来看，随着非环京产业新城逐步进入收获期，公司现金流将持续改善预期，此时正是公司基本面和估值洼地。此外，平安入股和此前公司部分董事及高管以自有资金增持公司股份，均体现对公司未来发展的信心。据我们测算，公司R NAV36.43元/股（含房地产开发业务，不含产业新城业务），较目前股价折让28.8%，具备充分的安全边际。根据平安入股时控股股东的业绩承诺，预计公司2018-2020年EPS为3.94、5.10、6.45元，对应当前PE倍数为6.58、5.09、4.02x，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示事件：资金面流动性持续收紧，调控政策继续趋严，产业新城异地复制不达预期，回款进度不达预期等。

内容目录

“产城为主，地产为辅”，双轮驱动加速发展.....	- 4 -
深耕产城十余年，终成行业领军者.....	- 4 -
产业新城新模式，政企共赢同发展.....	- 4 -
“精准外拓选址+招商能力卓越”，核心优势助力异地复制.....	- 6 -
核心优势一：提前布局、精确选址，受益于都市圈崛起.....	- 7 -
核心优势二：园区产业定位清晰，招商能力行业领先.....	- 13 -
核心优势三：固安标杆，品牌效应显著.....	- 14 -
异地复制初见成效，“产城+地产”加速发展.....	- 15 -
非环京产城异地复制表现亮眼.....	- 15 -
销售端：“产城+地产”持续高增长.....	- 17 -
业绩端：非环京区域贡献增长.....	- 18 -
土储端：环京占比有所提升，拿地节奏较灵活.....	- 19 -
盈利水平向好，多元融资有望优化资产负债结构.....	- 21 -
产业发展服务助推利润水平向好，地产板块毛利率有望继续回升.....	- 21 -
“产城基金”拓宽融资渠道，有望改善资产负债结构.....	- 22 -
估值与盈利预测.....	- 23 -
绝对估值.....	- 23 -
盈利预测.....	- 24 -

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	- 4 -
图表 2：公司主要客户及业务关系.....	- 5 -
图表 3：产业新城业务内容及收益计算方式.....	- 6 -
图表 4：公司产业新城布局图.....	- 7 -
图表 5：都市圈发展阶段一：单核城市.....	- 8 -
图表 6：都市圈发展阶段二：加速发展.....	- 8 -
图表 7：日本新干线运营里程.....	- 8 -
图表 8：东京圈城市人口净流入变化.....	- 8 -
图表 9：都市圈发展阶段三：调整阶段.....	- 9 -
图表 10：都市圈发展阶段四：成熟阶段.....	- 9 -
图表 11：环京（外来人口-户籍外出口）规模（万人）.....	- 9 -
图表 12：北京（外来人口-户籍外出口）增速.....	- 9 -
图表 13：环沪（外来人口-户籍外出口）规模（万人）.....	- 10 -
图表 14：环沪（外来人口-户籍外出口）增速.....	- 10 -

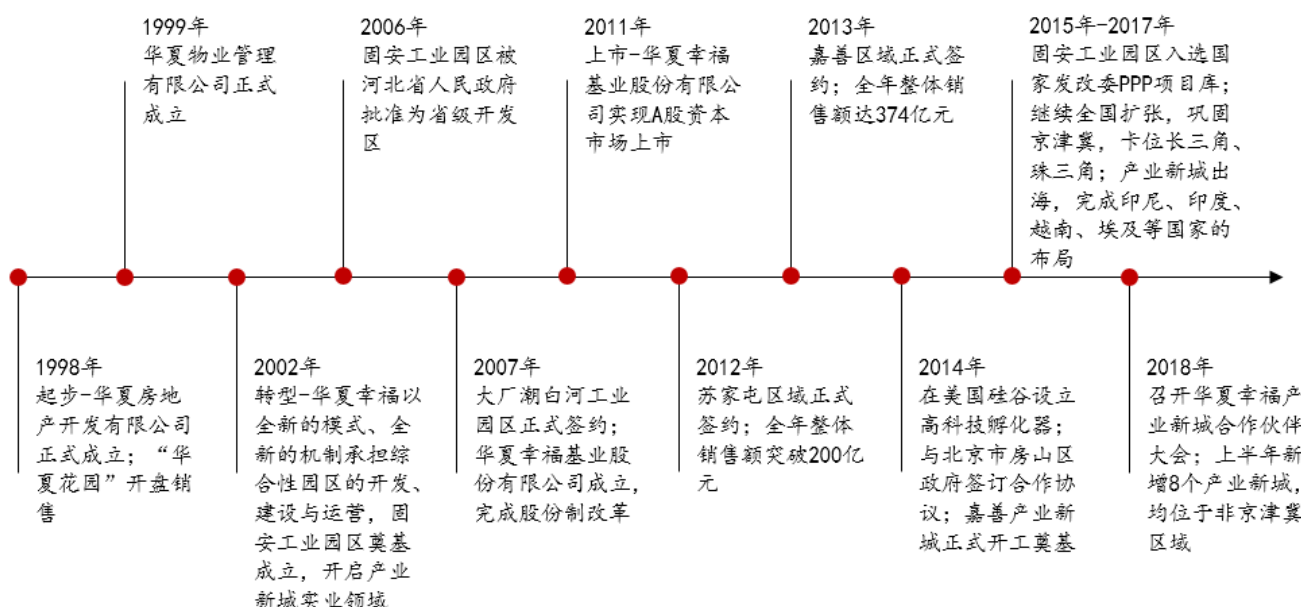
图表 15: 京津冀区域布局.....	- 10 -
图表 16: 长三角区域布局.....	- 10 -
图表 17: “京津冀+长三角”区域布局交通一览.....	- 11 -
图表 18: 京津冀一体化发展历程梳理.....	- 12 -
图表 19: 长三角协同发展历程梳理.....	- 12 -
图表 20: 产业新城定位.....	- 13 -
图表 21: 新增签约入园企业.....	- 14 -
图表 22: 新增签约投资额.....	- 14 -
图表 23: 固安县地方公共财政收入.....	- 14 -
图表 24: 固安县人均 GDP.....	- 14 -
图表 25: 固安县成功完成产业升级.....	- 15 -
图表 26: 公司产业新城项目扩张历程.....	- 16 -
图表 27: 按区域划分产城数量分布 (2018H1).....	- 16 -
图表 28: 公司产城所处发展阶段 (2018H1).....	- 16 -
图表 29: 园区前期 招商引资情况.....	- 17 -
图表 30: 销售额构成.....	- 18 -
图表 31: 住宅销售及增速.....	- 18 -
图表 32: 2018H1 可供出售面积分布.....	- 18 -
图表 33: 2018H1 已预售面积占比.....	- 18 -
图表 34: 营业收入及增速.....	- 19 -
图表 35: 归母净利润及增速.....	- 19 -
图表 36: 营业收入区域构成 (单位: 亿元).....	- 19 -
图表 37: 2018H1 各地区营收占比.....	- 19 -
图表 38: 一级土地整理情况 (2018H1).....	- 20 -
图表 39: 规划计容建筑面积情况 (2018H1).....	- 20 -
图表 40: 土储建筑面积按区域分布 (单位: 万方).....	- 20 -
图表 41: A 股可比公司拿地情况 (2018H1).....	- 21 -
图表 42: 公司园区拿地价格优势明显 (单位: 元/平).....	- 21 -
图表 43: 房地产开发毛利率水平.....	- 22 -
图表 44: A 股可比公司净负债率.....	- 22 -
图表 45: A 股可比公司短期偿债压力.....	- 22 -
图表 46: 中国产业新城基金 (京津冀二期).....	- 23 -
图表 47: 公司 NAV 估值.....	- 24 -
图表 48: 业绩承诺.....	- 24 -
图表 49: 盈利预测表.....	- 26 -

“产城为主，地产为辅”，双轮驱动加速发展

深耕产城十余年，终成行业领军者

- 华夏幸福成立于1998年，成立之初主营业务为房地产开发。2002年进入转型期，开始承接综合性园区的开发、建设与运营业务。同年6月，固安工业园区奠基成立，公司开启产业新城事业领域。2011年成功上市后，进入公司发展的飞跃期，同年进入环沈阳、环南京区域。2014年至今，处于公司的布局扩张期。截至目前，公司在深耕京津冀的基础上，成功布局长三角、珠三角、中西部等核心都市圈。同时走出国门，将产业新城业务拓展到印度尼西亚、印度、越南、埃及等国家。

图表 1：公司发展历程



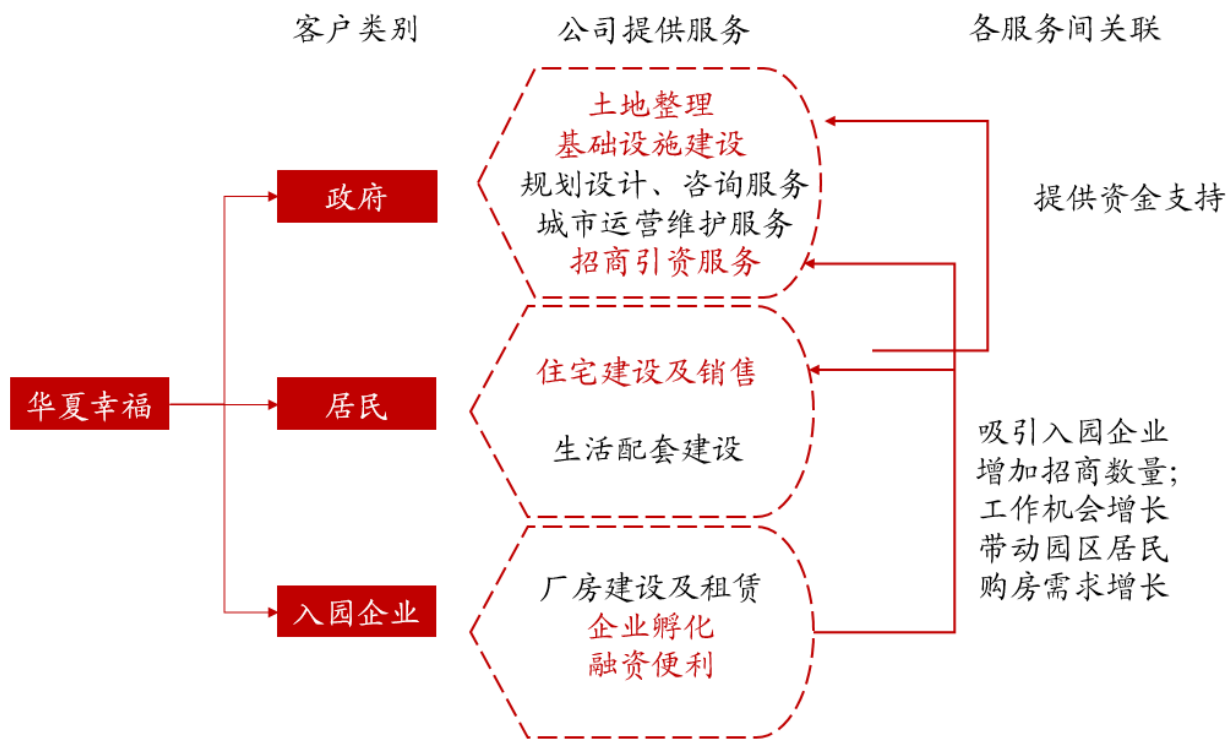
来源：公司官网，中泰证券研究所

- 公司作为国内领先的产业新城运营商。依托于“政企合作”的PPP市场化运作机制，通过签订排他的委托协议，提供产业新城的综合解决方案。主要涉及：规划设计与咨询、土地整理、基础设施建设、公共配套建设、产业发展服务及城市运营服务六大类。其中，产业发展服务是产业新城的核心部分，包括前期的产业定位、产业规划，后期的招商引资等。公司可以提供从产业新城规划落地到成熟运营期间的全部服务。同时，借助产业新城业务的发展，公司也承接产业园区内配套住宅的开发业务，除了满足园区内企业员工的住房需求外，还承接由核心城市向周边的溢出需求，同时对核心都市圈以外的需求也具备一定的吸引力。目前，公司的产业新城业务和房地产开发业务已实现“1+1>2”的协同发展。

产业新城新模式，政企共赢同发展

- **客户端：**产业新城的客户包括政府、企业和居民。其中，政府作为主要客户，在与公司签订排他委托协议后，充分享受公司从产业新城落地到园区成熟运营的全部服务。公司相当于政府的职业经理人。**企业作为园区的入驻者**，充分享受公司为其提供的园区内的硬件设施，及落户园区带来的税收优惠政策等。**居民作为园区内主要的价值创造者**，充分享受园区带来的就业机会，同时也是园区配套住宅的需求者之一。
- **业务端：**产业新城是核心业务。公司为三类客户提供的服务具有相互促进的作用。以产业新城业务作为核心，逐步铺开。例如：公司为居民提供园区内的配套住宅建设及销售服务，住宅销售的回款可以有效的补充公司在前期为政府提供的土地整理和基建服务垫付的资金。公司在园区开发的前期，进行招商引资，入园企业的增长带动区域价值的提升，有助于园区内配套住宅销售价格的上涨等。

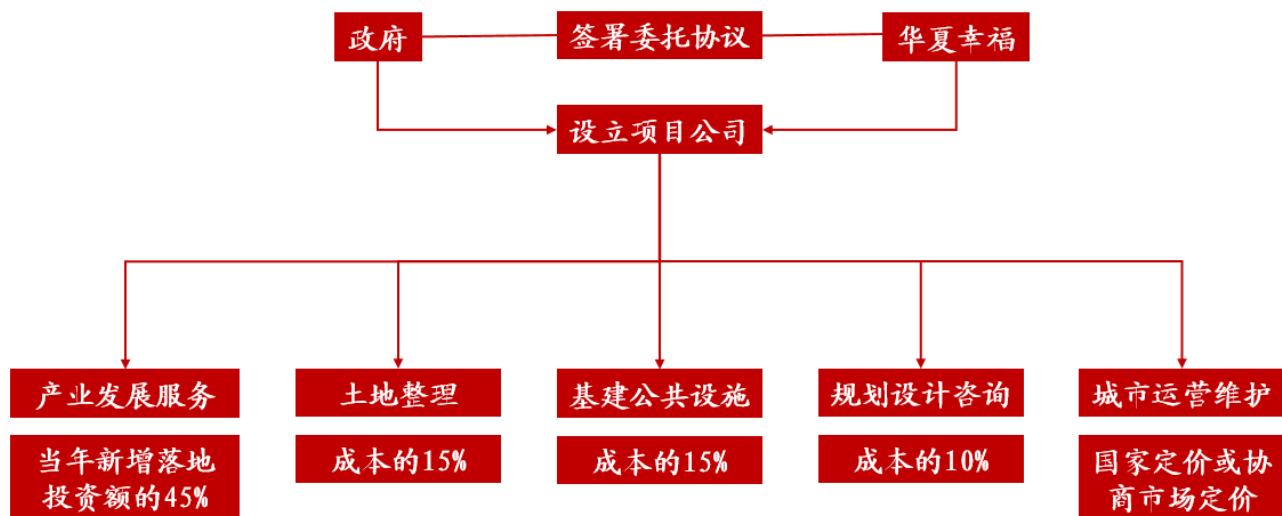
图表 2：公司主要客户及业务关系



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **收入计算方式：**有别于传统的房地产开发业务，产业新城的收入方式按照建设过程中不同的内容进行结算：**1、产业发展服务费**（按当年新增落地投资额的 45% 计算）；**2、土地整理服务费**（收益按成本的 15% 计算）；**3、基础设施建设和公共设施**（收益按成本的 15% 计算）；**4、规划设计、咨询服务费**（收益按成本的 10% 计算）；**5、城市运营维护服务费**（按照政府指导价或双方商定的市场价确定）。

图表 3：产业新城业务内容及收益计算方式



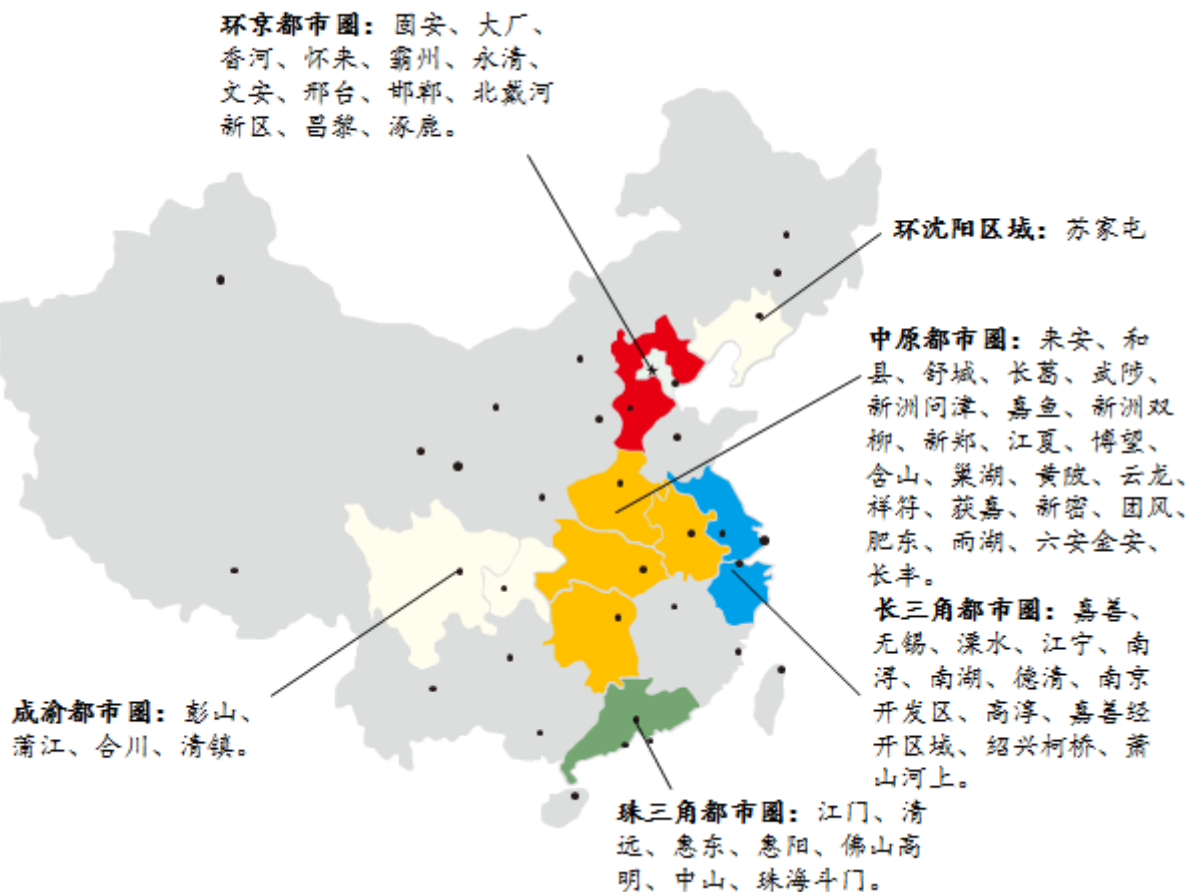
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 产城具有“前期垫付，后期结算”的特点，公司严格遵循“3年当年现金流回正，4年累计现金流回正，单个项目峰值不超过7个亿”的标准。产业新城模式受到政府欢迎的一个重要原因是：前期建设中，对于基建和土地整理的成本投入由公司垫付，垫资时间2年左右。为了避免在同一个项目上积累过多的资金投入，公司采取滚动开发模式，有效缓解资金压力。目前，单个园区的垫付资金在2~3亿元/年左右，截至2018年中期末，公司产业新城共有13个处于成熟阶段，19个处于建设起步阶段，28个处于规划阶段，保守估计一年前期垫付资金上限在96亿元左右。短期来看，环京区域限购等政策未见明显的放宽，非环京拓展产城多处于建设起步阶段，前期资金投入规模将持续增加。中长期来看，平安入股有效缓解了现金流压力，并且随着非环京区域产业新城逐步进入收获期，公司现金流情况将迎来好转，目前公司基本面和估值正处于中长期的洼地。

“精准外拓选址+招商能力卓越”，核心优势助力异地复制

- 公司2015年后加速全国布局原因在于：1、产业新城的建设充分符合我国当前都市圈的发展规律，可以和区域性经济共同发展，是进行全国布局的良好时机；2、在环京区域产城的建设过程中，公司积累了大量与核心客户（政府）交流协作的经验，在提供产城建设一系列的服务上，具有明显优势。

图表 4: 公司产业新城布局图

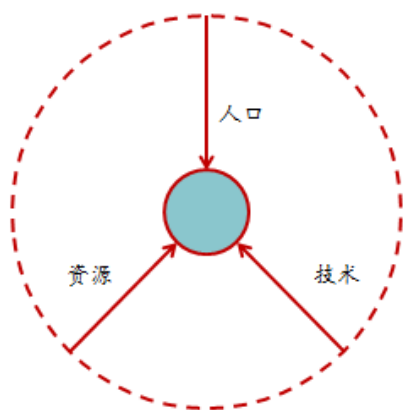


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

核心优势一: 提前布局、精确选址, 受益于都市圈崛起

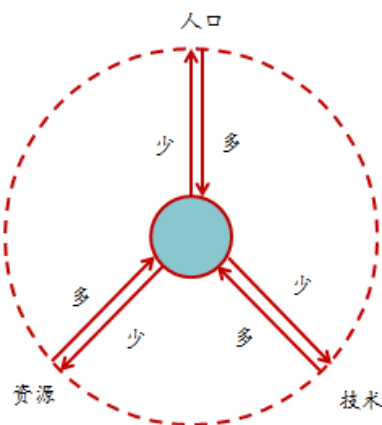
- 我国目前正处于由单核热点城市向都市圈的发展阶段, 区域性经济崛起势不可挡。日本和我国虽然在政治体制上有所不同, 但是通过对日本都市圈发展的研究, 对我国目前所处的阶段及未来都市圈的发展趋势具有一定的借鉴意义。发展过程如下:
- (1) 单核城市发展 (第一阶段): 这一阶段的城市发展主要是以核心城市的建设为主, 在区域构造上是以“单点”的形式进行发展。主要由区位优势、政策引导、经济基础、自然条件等因素决定。特点是劳动力、技术、资本等生产要素从周围地区流入核心城市, 增加核心城市的规模及竞争力。我国重点发展北上广深一线城市的过程大致和这一阶段相符。
- (2) 加速发展阶段 (第二阶段): 这一阶段的都市圈发展主要伴随着高速的经济增长, 此时的区域构造上已经形成了“点-线”的结构形式, 核心城市的发展已经形成了一定的规模, 因此开始带动周边卫星城的发展, 虽然在这一阶段周围城市受益于核心城市的发展, 但是从资源流动的角度来看, 劳动力、技术、资本等生产要素依然处于净流入核心城市的过程。

图表 5: 都市圈发展阶段一: 单核城市



来源: 知网, 中泰证券研究所

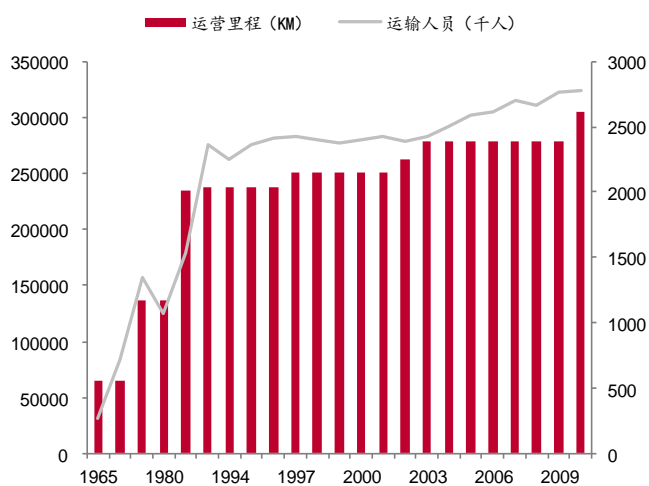
图表 6: 都市圈发展阶段二: 加速发展



来源: 知网, 中泰证券研究所

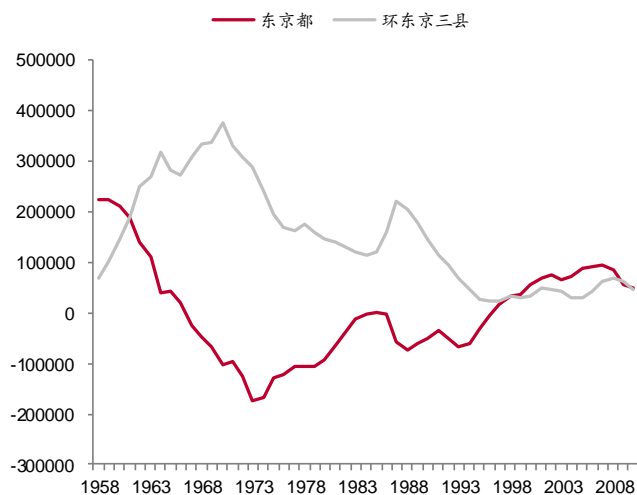
- (3): 调整发展 (第三阶段):** 这一阶段内的经济依然高位增长, 但是核心城市的发展已经出现了一些问题, 例如: 环境污染、人口密度过大等等。因此, 这一阶段的显著特征是, 核心城市中的部分人口和产业开始向周围卫星城迁移, 都市圈内的核心城市开始以金融、信息等产业集群为主, 卫星城主要承接制造业、重化工产业等。同时, **在这一阶段, 交通建设也会加快节奏**, 以保证都市圈内的连接。以日本为例, 在新干线快速扩张的上世纪 60 年代后期至 80 年代前期 (20 年新干线运营里程翻了 2.64 倍), 东京圈人口大量从东京流向东京周边的神奈川县、埼玉县、千叶县等城市 (东京每年流出人口的 50% 流向周边三县)。

图表 7: 日本新干线运营里程



来源: 日本国土交通省, 中泰证券研究所

图表 8: 东京圈城市人口净流入变化

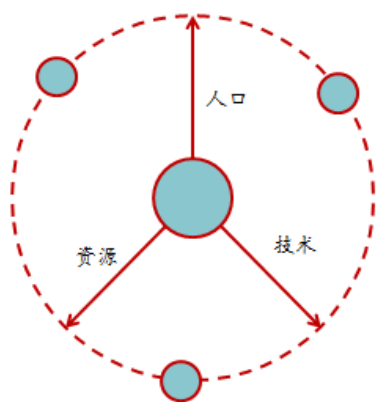


来源: 日本统计局, 中泰证券研究所

- (4): 成熟发展 (第四阶段):** 经过了调整期的过渡, 都市圈已经形成, 核心城市和卫星城在产业功能划分上有了较为合理的分工, 经济实现一体化发展, 人口趋于稳定。这一阶段的主要特征: 第一、都市圈区域内的城市实现协调发展; 第二、相邻的都市圈之间实现了协调发展; 第三、

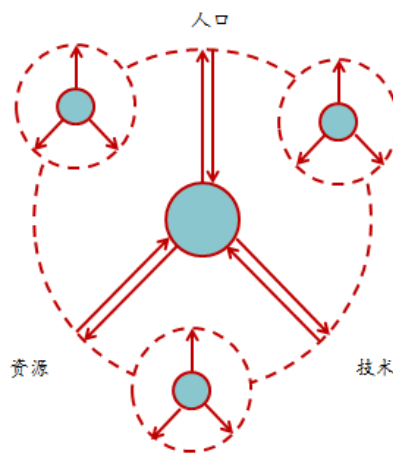
次级都市圈开始发展。

图表 9: 都市圈发展阶段三: 调整阶段



来源: 知网, 中泰证券研究所

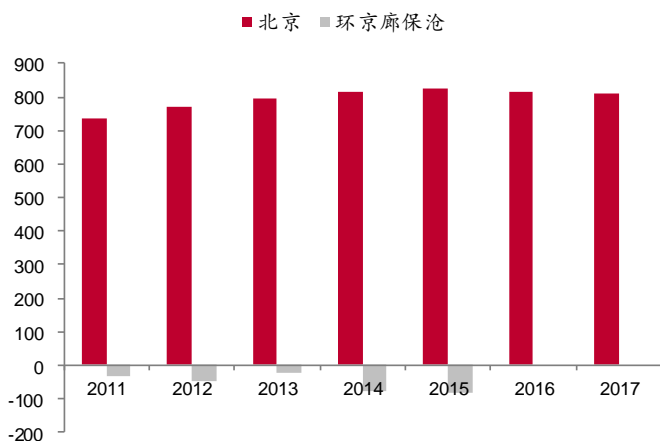
图表 10: 都市圈发展阶段四: 成熟阶段



来源: 知网, 中泰证券研究所

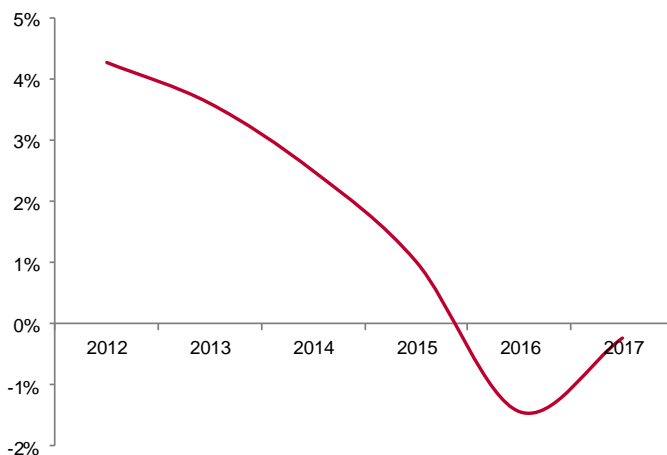
- 都市圈的发展会产生两种效应: 聚集效应(第二阶段)和扩散效应(第三阶段)。由于历史沿革及地理位置等众多因素的影响,我国各区域的都市圈发展所处的阶段并不完全相同。我们从人口流动的角度来看,北京和上海作为区域内核心城市,依然处于人口净流入的阶段,但是增速已经有所下降。环京区域的廊保沧处于人口流出的阶段;环沪区域的苏锡嘉已经处于人口流入的阶段,因此,京津冀区域还处于都市圈发展的第二阶段的前期,而长三角区域已经处于第二阶段向第三阶段的过渡期。

图表 11: 环京(外来人口-户籍外出口)规模(万人)



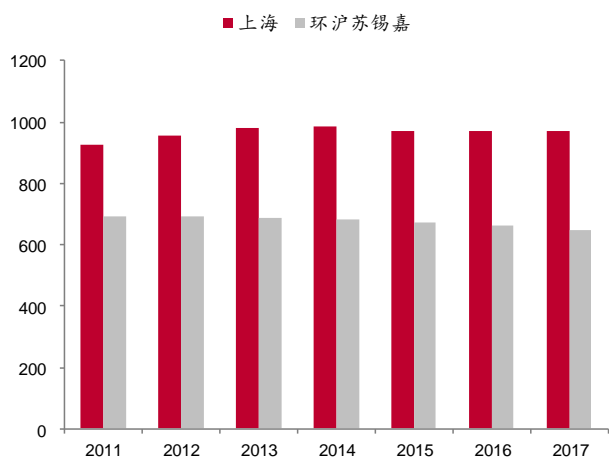
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 12: 北京(外来人口-户籍外出口)增速



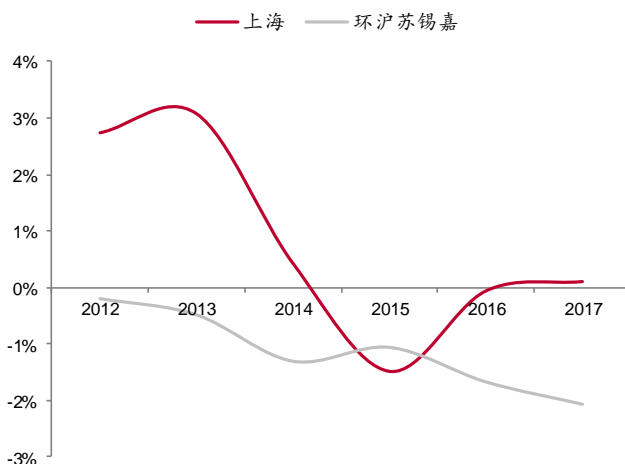
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 13: 环沪 (外来人口-户籍外出口) 规模 (万人)



来源: wind, 中泰证券研究所

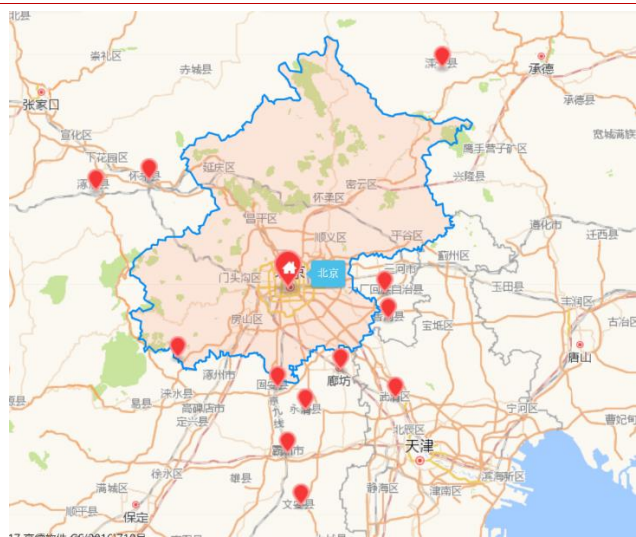
图表 14: 环沪 (外来人口-户籍外出口) 增速



来源: wind, 中泰证券研究所

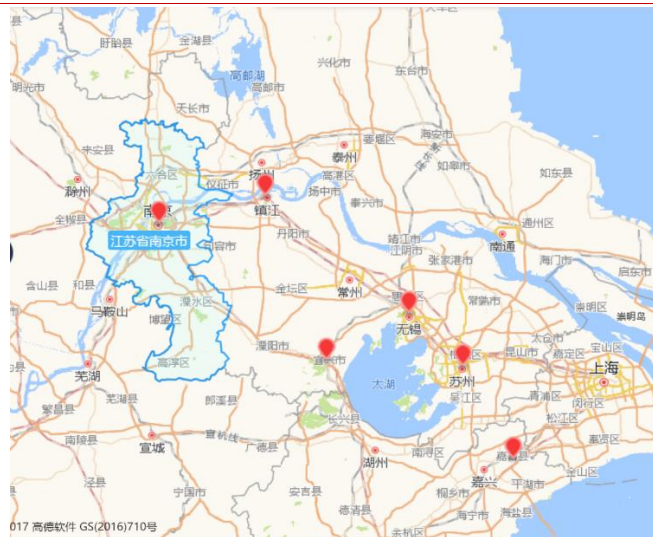
- 产业新城正是顺应了环一线人口和产业外溢的时代发展特点, 城市布局上, 公司主要考虑以下因素:
- 选址标准一: 核心都市圈中心及其外延 50 公里内。公司布局城市距离核心城市较近, 可以有效的承接由核心城市溢出的劳动力及迁出的企业。同时, 随着都市圈的发展, 公司布局城市对于都市圈外的劳动力及企业也具备一定的吸引力。这些企业有助于公司的招商引资, 劳动力有利于公司配套住房的销售, 及园区内工作人员的招收。

图表 15: 京津冀区域布局



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 16: 长三角区域布局



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 选址标准二: 交通便利, 有效缩短通勤时间。公司布局卡位的城市, 多处于交通便利的高铁或高速公路附近, 将通勤时间缩短至 1 小时内。充分满足区域内居民和员工对交通的要求。例如, 环南京区域, 来安产业新城紧邻宁洛高速; 和县靠近 346 国道; 溧水产业新城可以充分享受 340 省道、S123 省道、S38 常合高速带来的便利。

图表 17: “京津冀+长三角”区域布局交通一览

经济区域	选址区位	临近铁路交通	临近公路交通
京津冀区域	固安	京九铁路、在建: 廊涿城际、京雄城际	大广高速、廊涿高速、京津塘高速、京石高速
	大厂	京秦铁路	密涿高速、首都环线高速、京秦高速
	香河	京津轻轨铁路	京哈高速、京沈高速、京津高速
	怀来	丰沙、大秦、沙蔚铁路	京藏高速、京新高速、延崇高速
	霸州	津霸线、津保高铁 规划: 京雄城际铁路、津雄城际铁路	大广高速、荣乌高速
	永清	京九铁路	京津、京石、津保、京深高速、廊沧高速、京台高速
	文安	京九铁路	大广高速、廊沧高速
	邢台	京广铁路、石武高铁	京港澳高速、邢汾高速、邢衡高速、太行山高速、平赞高速、东吕高速
	邯郸	京广铁路、石武高铁、甘磁线	京珠高速、京港澳高速、
	北戴河新区	京秦高铁、京哈铁路、京秦铁路、大秦铁路、津秦高铁	秦沈高速、京秦高速公路、沿海高速公路、津秦高铁
长三角区域	昌黎	京秦铁路	机场高速、沿海高速、秦滨高速
	涿鹿	大秦铁路、沙蔚铁路	京张高速、京新高速、京藏高速、张涿高速、京蔚高速
	嘉善	沪杭高铁、沪杭铁路	沪杭高速、申嘉湖高速、亭枫高速
	无锡梁溪滨河	沪宁城际、京沪高铁、宁杭城际	沪宁、沪宜高速、宁杭高速
	溧水	宁杭高铁	宁高高速、宁杭高速、沿江高速、常合高速、高芜高速、溧芜高速
	江宁	沪汉蓉高铁、京沪高铁、宁杭高铁、宁安高铁	宁马高速、宁高高速、南京绕越高速、宁杭高速
	南浔	宣杭铁路、宁杭高铁	申苏浙皖高速、沪渝高速、申嘉湖高速
	南湖	沪杭铁路复线	沪杭高速、杭州湾跨海大桥高速、乍(浦)嘉(兴)苏(州)高速
	德清	宣杭铁路、宁杭高铁、商合杭高铁	宁杭高速、申嘉湖杭攻速
	南京开发区	南京城北铁路环线、津浦、沪宁、皖赣铁路	二桥高速、机场高速、宁沪、宁杭、宁马、宁合、宁连、宁通高速
高淳		宁高高速、高芜高速	
绍兴柯桥	杭甬铁路、杭甬高铁	杭甬高速、杭金衢高速、绍诸高速	
萧山河上		杭金衢高速、沪昆高速、杭州绕城高速	

来源: 百度地图, 公司公告, 中泰证券研究所

- 选址标准三: 部分布局位于不同行政区域交界处, 受益于区域性合作, 打破原有行政壁垒。**随着都市圈的发展, 不同行政区域的交界处可以充分享受区域性协作带来的福利。例如京津冀协同发展。由于公司提前布局河北多处区位, 因此当北京带动周边城市形成都市圈发展时, 这些区域有效的承接了由北京迁移出来的部分人口和产业, 为产业新城的成功发展注入资源。目前正处都市圈区域经济发展的区域有京津冀一体化、长三角经济区、珠三角经济区、粤港澳大湾区、成渝发展经济区等。

图表 18: 京津冀一体化发展历程梳理

1986-2003 年	概念期
1988 年	北京与河北的廊坊、保定、秦皇岛、张家口、唐山、承德 6 个环京城市组成了“环境经济协作区”，开始提出区域经济的概念。
2004-2009 年	规划期
2004.2	在国家发改委的召集下，达成“廊坊共识”，讨论京津冀进行区域经济发展的战略方向；
2006.3	“十一五”规划指出为了增强城市群的整体竞争力，京津冀、长三角、珠三角应发挥带动及辐射左右。
2010-2013 年	初始期
2010.8	《京津冀都市圈区域规划》上报国务院
2011.3	“十二五”规划提出“打造首都经济圈”
2013.8	研究发展河北经济问题时，提出要推动京津冀协同发展。
2014-至今	发展期
2014.8	北京、天津签署了伍分合作协议和一份备忘录；同年，石家庄海关正式加入京津冀区域一体化通关；同年，京津冀三地和铁路总公司共同出资 100 亿元组建了京津冀城市铁路投资有限公司。
2015.12	国家发改委、交通部印发《京津冀协同发展交通一体化规划》；

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表 19: 长三角协同发展历程梳理

1982-1991 年	概念期
1982.12	国务院发出《关于成立上海经济区和山西能源基地规划办公室的通知》，正式确立上海经济区的范围是以上海为中心，包括苏州、无锡、常州、南通、杭州、嘉兴、湖州、宁波、绍兴等长江三角洲的 9 个城市。
1983.01	姚依林副总理在《关于建立长江三角洲经济区的初步设想》中指出：长江三角洲经济区规划范围可先以上海为中心，包括长江三角洲的苏州、无锡、常州、南通和杭州、嘉兴、湖州、宁波等城市，以后再根据需要逐步扩大。
1983.03	直属国务院、由国家计划委员会代管的上海经济区规划办公室成立，区域范围为上海市和 10 个郊区；江苏省 4 个市（常州、无锡、苏州和南通）和 18 个县；浙江省 5 个市（杭州、嘉兴、湖州、宁波和绍兴）和 27 个县。
1984.12	国务院决定将上海经济区的范围扩大为上海、江苏、浙江、安徽、江西一市四省。
1988.06	国家计委撤销了上海经济区规划办公室，上海经济区以“流产”而告终。
1990.04	中共中央、国务院作出开发开放上海浦东重大决策，长三角区域一体化发展重新提上议事日程。
1992-2009 年	规划期
1992.06	由上海、无锡、宁波、舟山、苏州、扬州、杭州、绍兴、南京、南通、常州、湖州、嘉兴、镇江 14 个市经协委(办)发起、组织，成立长江三角洲十四城市协作办(委)主任联席会，至 1996 年共召开五次会议。
1997.04	上述 14 个城市的市政府和新成立的泰州市共 15 个城市通过平等协商，自愿组成新的经济协调组织——长江三角洲城市经济协调会。
2003.08	台州正式加入长江三角洲城市经济协调会，成为长三角第 16 个城市。
2008.09	《国务院关于进一步推进长江三角洲地区改革开放和经济社会发展的指导意见》中指出了进一步推进长江三角洲地区改革开放和经济社会发展的重要意义、总体要求、主要原则和发展目标。
2010-2017 年	扩张期
2010.03	浙江省嘉兴市举行的长三角城市经济协调会第十次市长联席会议上，合肥、盐城、马鞍山、金华、淮安、衢州等 6 个城市正式成为长三角城市经济协调会会员。
2010.05	中华人民共和国国务院正式批准《长江三角洲地区区域规划》，将把长三角建成“亚太地区重要的国际门户、全球重要的现代服务业和先进制造业中心、具有较强竞争力的世界城市群”作为发展定位。
2013.04	安徽省的芜湖、淮南、滁州，江苏省的徐州、连云港、宿迁以及浙江省的丽水、温州正式成为长三角“新成员”。
2014.09	国务院批准《国务院关于依托黄金水道推动长江经济带发展的指导意见》，长江三角洲城市群包括上海、江苏、浙江、安徽三省一市，区域面积 35.44 万平方公里，长江三角洲城市群为规划中的亚洲最大城市群。
2018-至今	上升期

2018.06 长三角地区主要领导座谈会在上海召开。会议审议并原则同意《长三角地区一体化发展三年行动计划(2018-2020年)》和《长三角地区合作近期工作要点》。

来源：公开资料整理，中泰证券研究所

核心优势二：园区产业定位清晰，招商能力行业领先

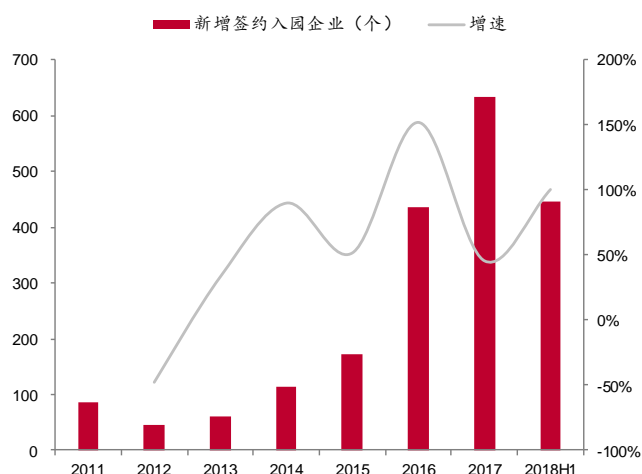
- 园区产业定位清晰：**公司坚持“一个产业园就是一个产业集群”的方针，因地制宜、因势利导。例如：固安区域聚焦以科技创新为引领的先进制造业，重点发展新型显示、航空航天、生物医药三大主导产业；大厂 2017 年重点发展影视文化、总部商务、人工智能三大产业集群；而霸州区域依托区位优势，对接京津高端要素，初步形成以食品、智能制造、新型显示为主导的产业集群。同时，公司还与国内外战略发展与规划设计顶级机构合作（如麦肯锡、罗兰贝格、BCG 等），为产业新城量身定制发展方案，实现对园区的精准定位。

图表 20：产业新城定位

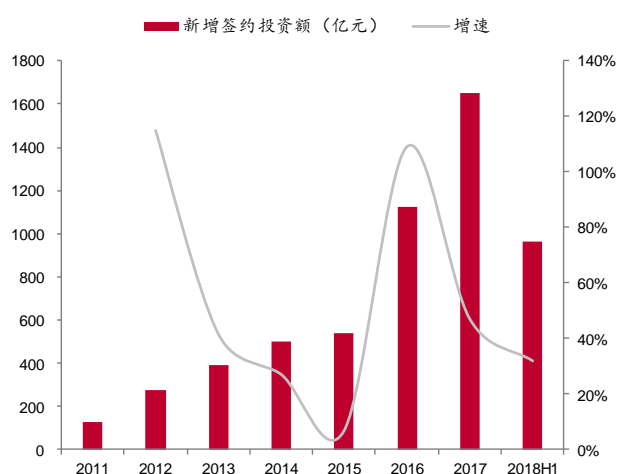
园区区位	产业定位
固安	新型显示、航空航天、生物医药、智能网联汽车
大厂	总部商务、影视文化、人工智能
香河	机器人、通用航空
霸州	现代食品、新型显示
永清	工业智能控制
邢台	高端装备制造、节能环保
新郑	电子信息、现代食品
江门	智能制造装备
沈水	汽车整车及零部件
嘉善	科技研发、软件信息、影视传媒、金融商贸

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 招商能力行业领先：**十余年间，公司的产业招商团队积累了海量企业信息，围绕 10 大产业，建立了 200 余个具备专业背景人员领衔的产业服务公司，同时，公司还在美国、德国、日本等国际及国内多个城市设置招商中心，构建全球招商资源网。除此之外，公司还致力于成立特定行业的专项产业基金，有针对性的投资入园企业，为入园企业解决融资上的问题。截至 2018 年中期末，公司已经累计引进签约企业超 1900 家，招商引资额累计超 5500 亿元。

图表 21: 新增签约入园企业


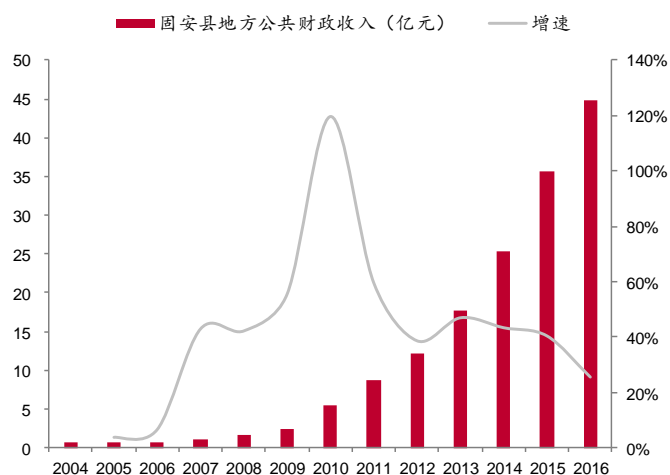
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 22: 新增签约投资额


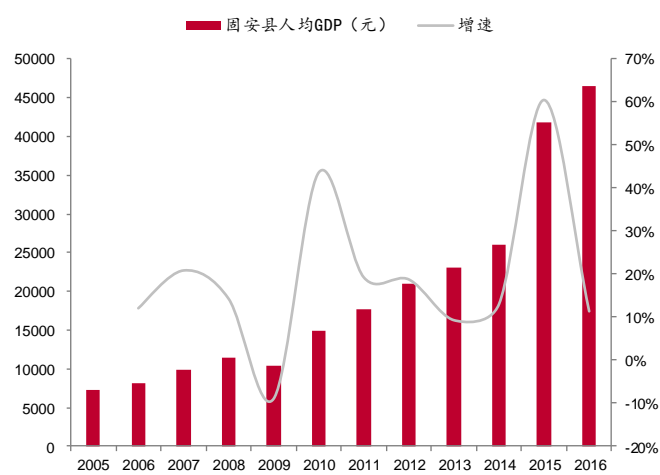
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

核心优势三: 固安标杆, 品牌效应显著

- **固安大本营, 标杆示范效应突出。**2002年6月, 固安工业园区奠基成立, 经过16年的发展, 在产业新城的带动下, 固安县的一般公共预算收入从2004年的0.71亿元, 增至2016年的44.79亿元。固安县的人均GDP由2005年的7339元, 增长至2016年的46534元, 增长了5.34倍。同时, 在产业新城运营过程中, 固安县从第一产业为主转为第三产业占比超50%, 成功实现了产业升级。

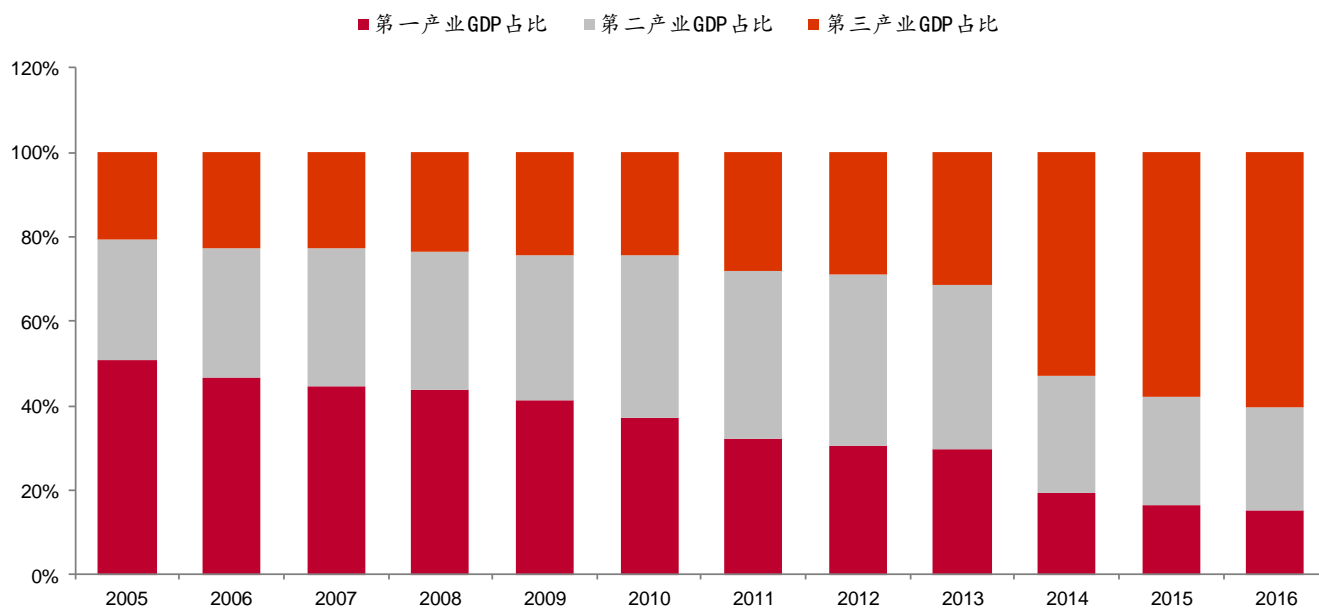
图表 23: 固安县地方公共财政收入


来源: 固安县政府门户网, 中泰证券研究所

图表 24: 固安县人均 GDP


来源: 固安县政府门户网, 中泰证券研究所

图表 25: 固安县成功完成产业升级



来源: 国家统计局, 中泰证券研究所

- 产业新城屡获殊荣:** 2015年, 固安新兴产业示范区被工信部授予“国家新型工业化产业示范基地”称号, 同年被国务院办公厅通报表扬。2016年, 固安高新区及溧水产业新城双双入选第三批政府和社会资本合作示范项目; 汉河新区新型城镇化PPP项目(安徽省滁州市来安产业新城项目)入选国家发展改革委第二批PPP项目典型案例名单。2018年5月, 联合国欧洲经济委员会第三届PPP国际论坛评选出的全球60个可持续发展的PPP案例, 固安产业新城PPP项目成功入选, 成为中国唯一入选的城镇综合开发案例。屡获殊荣, 标志着公司建设的产业新城, 已经获得了广泛的认可, 为公司后续进行异地复制奠定了标杆地位, 提升品牌效应。

异地复制初见成效, “产城+地产”加速发展

非环京产城异地复制表现亮眼

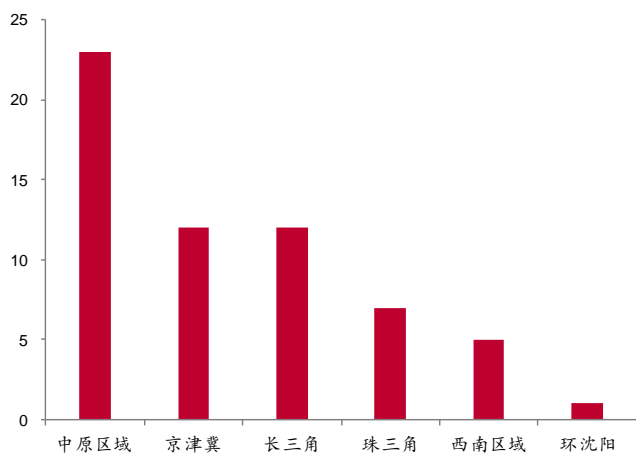
- 2011年上市前,** 公司主要深耕环京区域, 代表园区有固安、大厂。上市后公司逐步将产业新城事业版图向有升值潜力的非环京区域的都市圈进行拓展。2012年至今, 公司成功布局长三角、珠三角、中原区域。并将产业新城成功输出海外, 目前已经完成在印尼、印度、越南、埃及等国家的布局。在产业新城的布局上, 成功走出京津冀, 弱化了单一核心布局的发展束缚, 布局更加均衡。

图表 26: 公司产业新城项目扩张历程



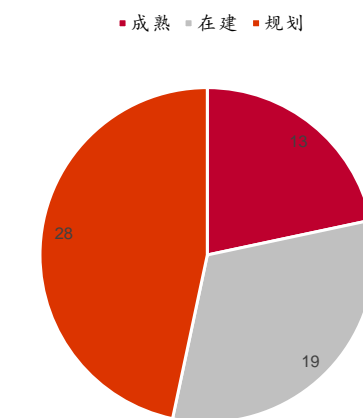
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 27: 按区域划分产城数量分布 (2018H1)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 28: 公司产城所处发展阶段 (2018H1)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **非环京新产城, 现金流符合“3 年当年回正, 4 年累计回正, 单个项目峰值 7 亿”的标准。**对比环京区域 (固安、大厂等) 及非环京 (嘉善、舒城等) 在现金流回正的节奏上, 非环京产城均和环京区域节奏一致, 甚至更快。从现金流的角度来看, 前期垫资对公司带来的资金压力大部分仅出现在园区建设的前两年, 因此带来的资金压力有限, 随着后续非环京在建园区逐步成熟, 现金流情况将得到进一步改善。
- **非环京产城, 招商引资签约投资额增速优于环境成熟区域新产城。**截至 2018 年中期末, 非环京产城代表有溧水、嘉善、无锡、来安区域等。对比环京区域及非环京新产城, 建设期前 3 年的招商引资情况, 非环京增

速优于环京区域。为了更为合理的判断异地复制的效果，我们选取公司上市后在环京及非环京区域大致同期新建的产业新城进行对比。环京区域的香河产业新城 2014-2015，签约投资额同比增速为 229.3%、-13.0%；而溧水 2018 年上半年签约投资额同比增长 280.3%；嘉善产业园区 2014-2016 年，签约投资额复合增速达 254.4%。招商引资对于园区的发展和公司后续产业服务费的结算都是至关重要的一环，目前来看，非环京产城在这一方面基本实现了环京成熟区域的节奏，甚至优于环京区域。

图表 29：园区前期 招商引资情况

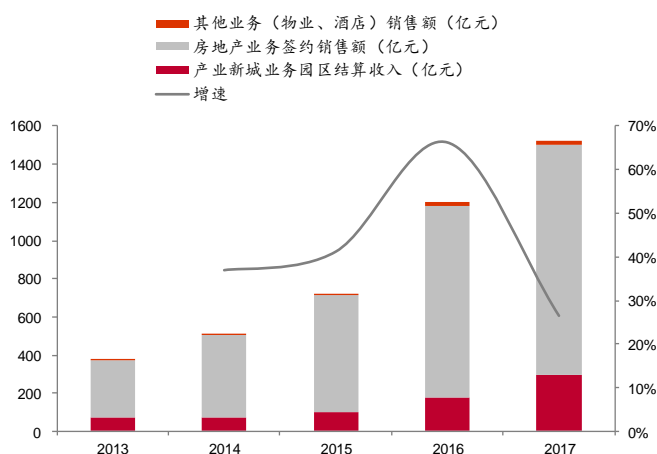
香河	2013	2014	2015
签约入园企业数量	2	10	17
签约投资额（亿元）	15	49.4	43
签约投资额增速	--	229.3%	-13.0%
嘉善	2014	2015	2016
签约入园企业数量	11	30	60
签约投资额（亿元）	3.4	12.8	42.7
签约投资额增速	--	276.5%	233.6%
溧水	2016	2017	2018H1
签约入园企业数量	6	48	47
签约投资额（亿元）	27.6	22.74	48.3
签约投资额增速	--	-17.6%	280.3%

来源：公司公告，中泰证券研究所

销售端：“产城+地产”持续高增长

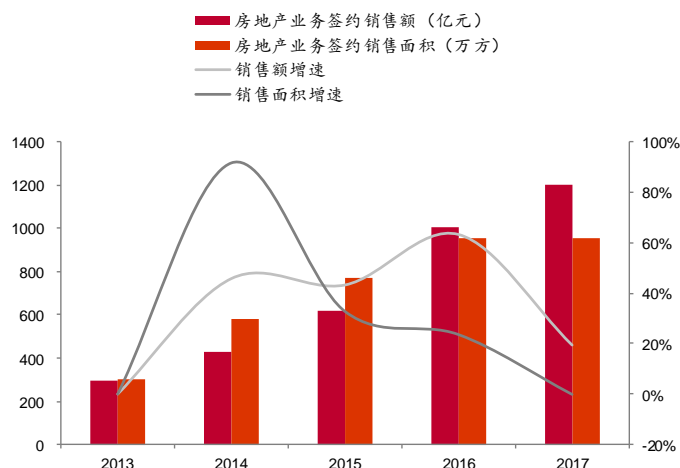
- 从销售额的构成来看：**公司采取“产业新城+地产业务”双轮驱动的发展模式，凭借自身在产业新城领域的优势，带动住宅销售高增长。2014-2018H1，公司销售额复合增速达 42.01%。其中，2014-2016 年来自于产业园区配套住宅签约销售额占比在 60%以上。2014-2018H1，园区开发业务结算回款占比由 14.79%提升至 18.81%，虽然占比低于房地产销售，但是近两年增速在 70%以上。我们认为随着非环京区域产业园区的逐步成熟，公司的的销售额有望持续高增长。

图表 30: 销售额构成



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

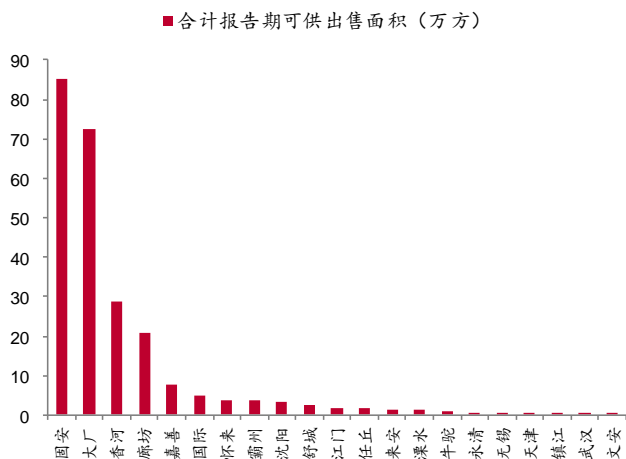
图表 31: 住宅销售及增速



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

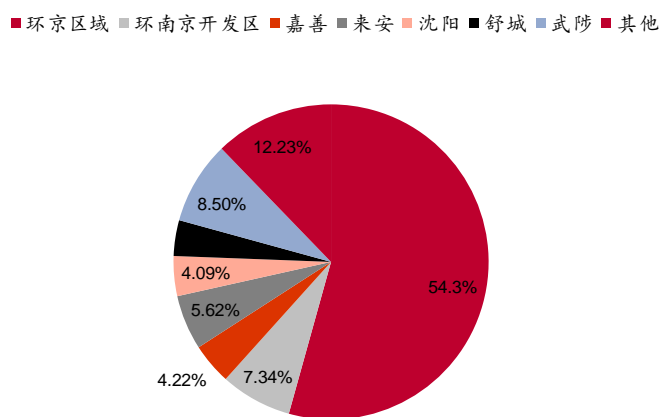
- 从销售区域来看:** 公司的异地复制逐步兑现, 2017 年非环京区域销售额占比由 2016 年的 7%, 大幅提升至 23%。其中, 以嘉善为标杆的杭州区域和以来安为标杆的南京区域分别以 3 年和 2 年的时间实现销售额超百亿, 印证了公司产业新城模式的可复制性。2018 年上半年, 非环京区域销售面积 325 万方, 占总销售面积比例达 45.68% (主要来自于环南京 15.78%、环杭州 7.30%、环郑州 10.69% 的贡献), 较去年同期增长 293.88%。非环京区域的核心业务销售额占比达到 38.63%, 较去年同期提升 25 个百分点。

图表 32: 2018H1 可供出售面积分布



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 33: 2018H1 已预售面积占比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

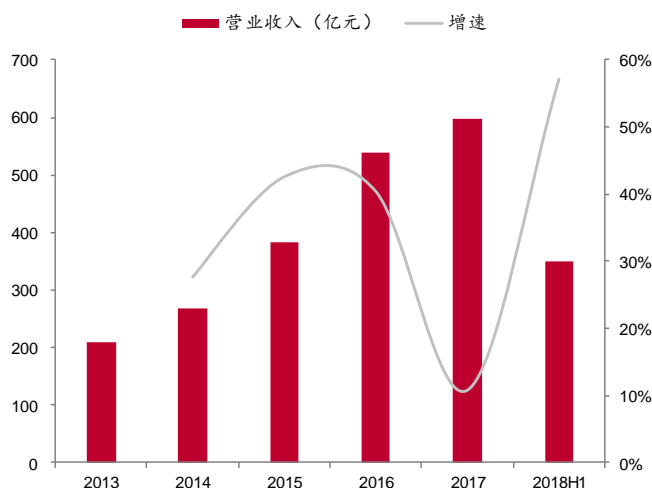
注: 其他为非环京区域占比在 3% 以下的区域合计

业绩端: 非环京区域贡献增长

- 公司 2014-2018H1 年营业收入复合增速达 30.0%; 归母净利润复合增速 34.1%。** 公司是近 10 年行业增速最快的房企之一, 自上市以来, 截至 2017 年, 营业收入、归母净利润增长近 4 倍, 总市值增长近 7 倍;

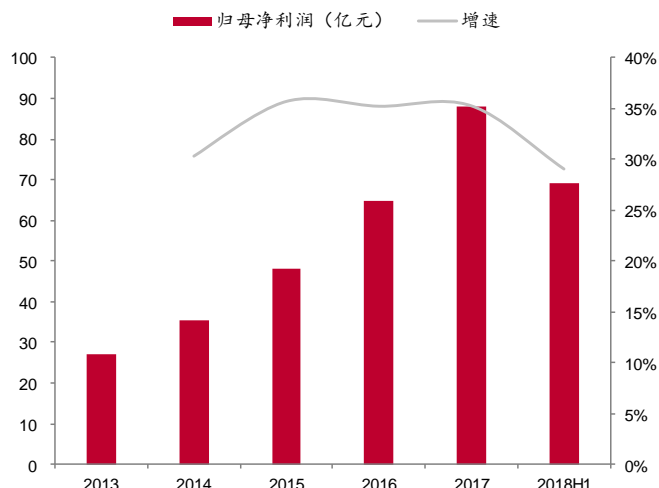
从克而瑞年度销售额计算的历史行业排名来看，公司从 2012 年的并列第 20 位，到目前稳定保持在 top10 内。目前公司处于加速扩张期，长期来看，有望继续维持高增长。

图表 34: 营业收入及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

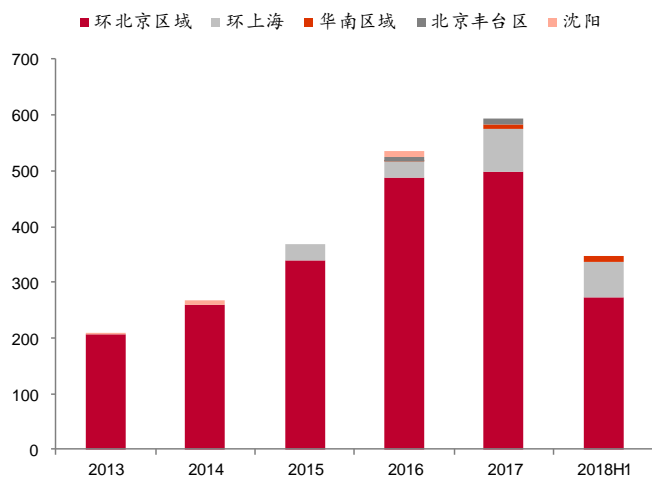
图表 35: 归母净利润及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

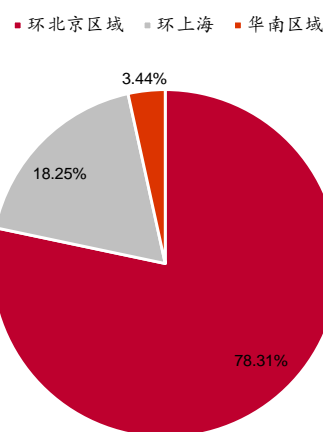
- 按区域来看：公司 2014 环京区域营收占比 96.1%，随着全国化布局持续推进，2018 年上半年，公司环京区域营收占比下降至 78.31%，环上海区域占比较 2017 年底提升 5.54 个百分点至 18.25%；华南区域占比 3.44%。我们认为随着公司全国布局的逐步成熟，非环京区域将驱动公司成长。

图表 36: 营业收入区域构成 (单位: 亿元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

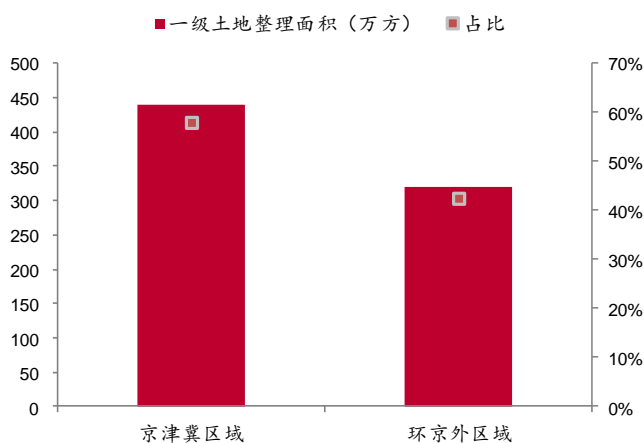
图表 37: 2018H1 各地区营收占比



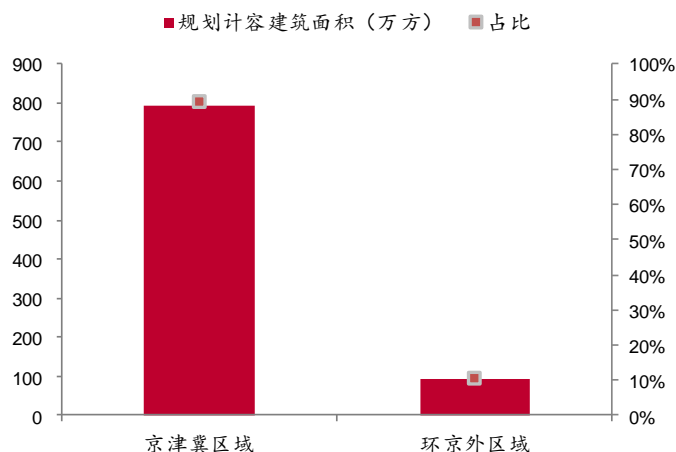
来源：公司公告，中泰证券研究所

土储端：环京占比有所提升，拿地节奏较灵活

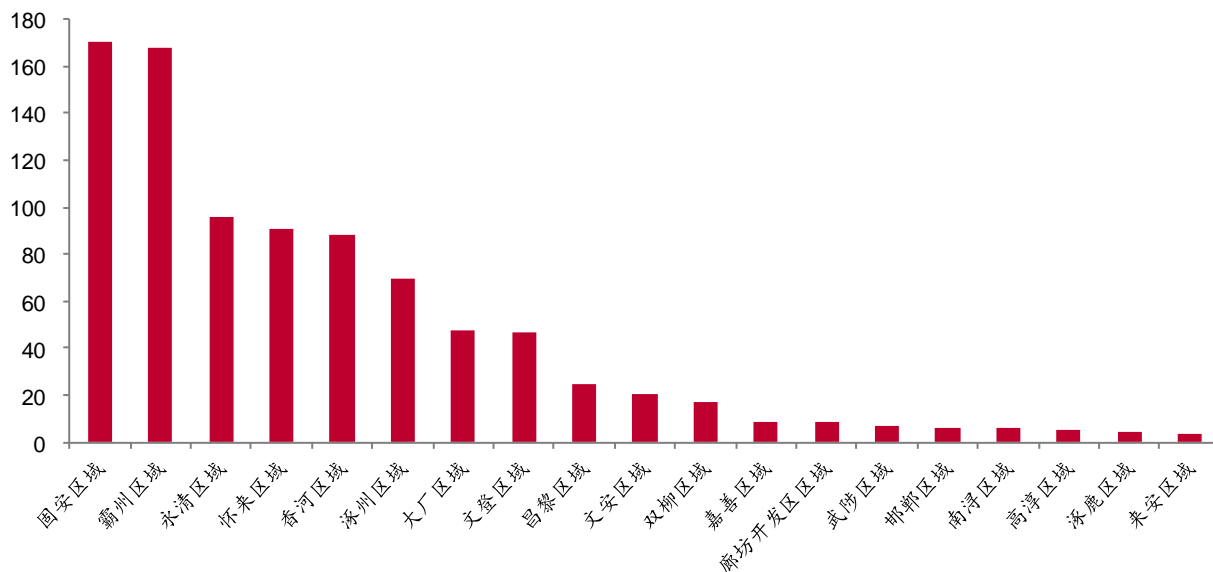
- **拿地节奏较灵活，有效降低公司土地储备的资金压力。**公司在产业新城园区内配套住宅的土地获取上，拥有明显的优势。例如，固安园区内的配套住宅土地，90%以上都是由公司获取并进行开发。因此，公司的拿地节奏可以根据销售情况，灵活调整。近几年土地储备维持在 1000 万方左右，相比行业其他传统房地产开发商，可以有效避免拿地“踏错节奏”带来的资金压力。
- **潜在土储丰厚。**截至 2018 年中期末，公司储备开发用地规划计容面积约为 887.63 万方，其中，环京区域 793 万方，非环京区域 94.3 万方（占比 10.6%）。一级土地整理面积约 759.5 万方，其中环京区域 438.7 万方，非环京区域 320.9 万方（占比 42.3%）。随着一级土地的整理完成，公司有望凭借在园区内的优势，获取相应的二级土地开发，潜在土储丰厚。

图表 38：一级土地整理情况（2018H1）


来源：公司公告，中泰证券研究所

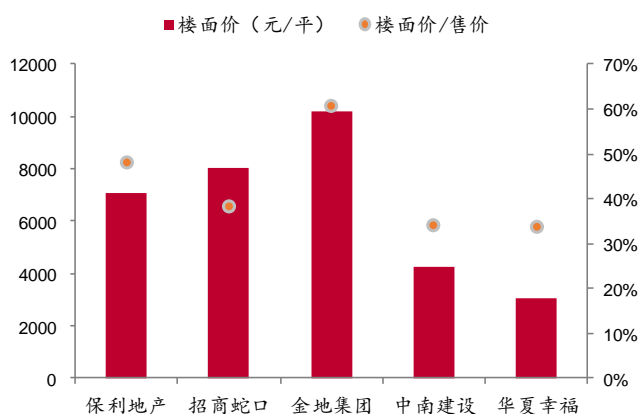
图表 39：规划计容建筑面积情况（2018H1）


来源：公司公告，中泰证券研究所

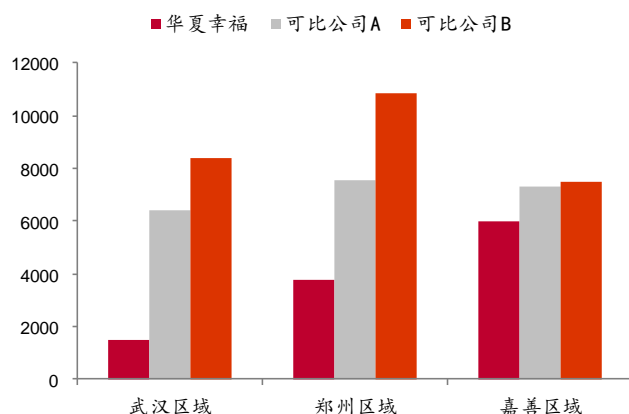
图表 40：土储建筑面积按区域分布（单位：万方）


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **借助产城排他性，拿地成本处于行业低位。**公司借助产业新城开发的优势，对于获取园区内配套住宅用地拥有独特优势。据我们跟踪，公司 2018 年上半年新增土储建面约 239.44 万方，其中非环京区域占比为 67.75%，合计土地投资 72.53 亿元。园区内的拿地优势依然明显，例如 2018 年上半年公司在南京溧水拿地楼面价约 2583 元/平，在焦作武陟县拿地楼面价为 1846 元/平。拿地平均楼面价仅占公司 2018 年上半年平均售价（8958 元/平）的 33.8%。处于行业较低水平。

图表 41: A 股可比公司拿地情况 (2018H1)


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 42: 公司园区拿地价格优势明显 (单位: 元/平)


来源：公司公告，中泰证券研究所

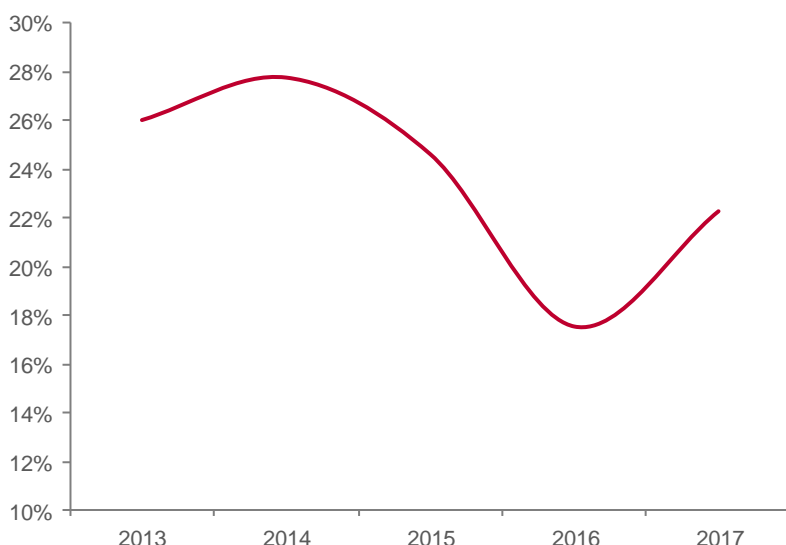
注：拿地区域选为武汉、郑州、嘉善；时间为 2018 年年初至今

盈利水平向好，多元融资有望优化资产负债结构

产业发展服务助推利润水平向好，地产板块毛利率有望继续回升

- **小而美的产业发展服务项目。**产业发展服务，2014-2018H1 营收复合增速达 76.75%。目前，虽然占比低于房地产开发业务，但毛利率较高，2014-2017 年均在 92% 以上，为利润的主要贡献部分。我们预计随着非环京产业新城的逐步成熟，凭借高毛利率的优势，产业发展服务将继续提升公司整体利润水平。
- **房地产板块毛利率有望持续改善。**2013-2015 年，房地产开发业务毛利率在 25% 左右，2016 年降至 17.54%，主要是由于 2016 年结算的项目大部分来自于 2014 年的销售。2014 年处于行业下行区间，因此公司采取以价换量的策略加速库存的去化，全年销售均价为 7408 元/平左右，较 2013 年同比下降 25.5%。我们认为，随着 2016 年行业逐渐回暖，销售均价有所提升（2016 年销售均价为 10556 元/平左右），公司 2018-2019 年房地产开发业务毛利率有望持续改善。

图表 43: 房地产开发毛利率水平

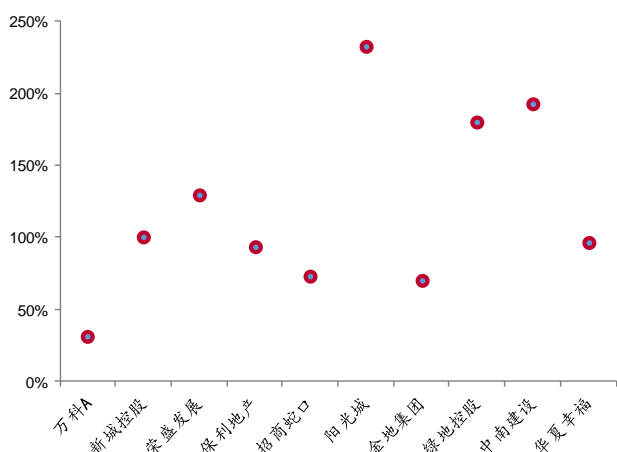


来源：公司公告，中泰证券研究所

“产城基金”拓宽融资渠道，有望改善资产负债结构

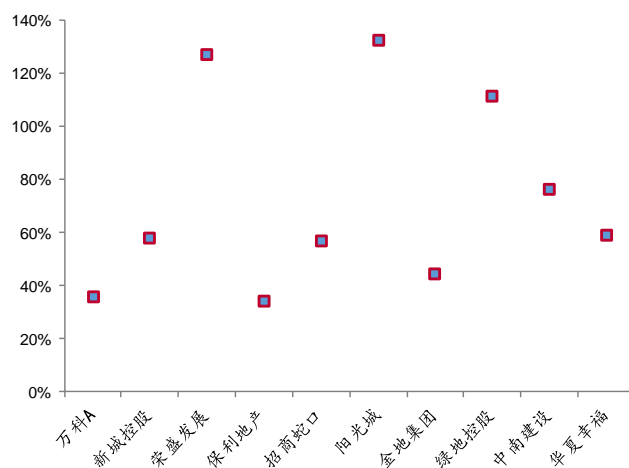
- 由于报告期内，部分债务陆续到期及融资难度增加，截止 2018 年中期末，公司净负债率为 96.25%，较 2017 年末增加 48 个百分点；短期偿债压力较 2017 年末上升 21.98 个百分点至 58.96%。我们认为随着公司融资渠道的进一步拓宽，资产负债结构有望得到改善。

图表 44: A 股可比公司净负债率



来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

图表 45: A 股可比公司短期偿债压力



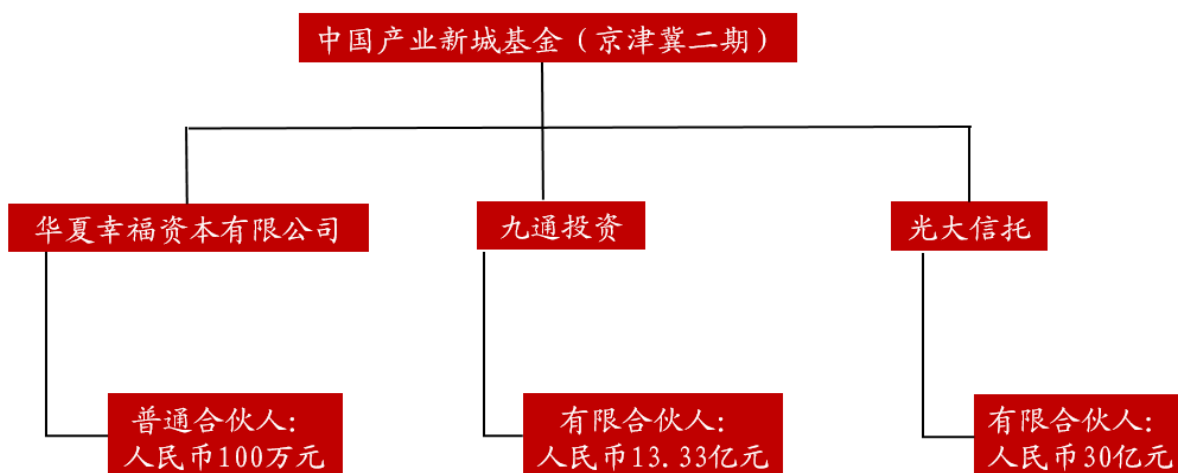
来源：公司公告，wind，中泰证券研究所

- **低成本公司债顺利发行。**2018 上半年，公司共发行 2 笔超短期融资债券，发行规模合计 25 亿元，利率 6.2%；发行 3 笔一般公司债券，合计融资 50 亿元，利率 6.8%-7.15%。2018 上半年，公司整体融资成本为 6.14%，较 2017 年略有上升，处于行业平均水平。**2018 年 11 月，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过 80 亿元的公司债券。**在

流动性持续收紧的背景下，公司依然维持畅通的信用债融资渠道。

- 与中信银行签署《战略合作协议》，获得总额不超过 315 亿元的集团授信，其中产业新城授信额度不超过 165 亿元，充分彰显市场对公司发展的信心。公司继 2016 年 1 月与中信银行签署《战略合作协议》后，于今年再次签署《战略合作协议》，以建立长期战略合作伙伴关系，为公司后续发展提供有力的资金保障。
- **创新融资：中国产业新城基金。**继 2017 年中国产业新城基金（京津冀第一期）之后，公司于 2018 年 4 月再度发布公告，拟成立中国产业新城基金（京津冀二期）。基金总规模为 40.01 亿元人民币，其中，幸福资本作为普通合伙人出资 100 万元，九通投资作为有限合伙人出资 13.33 亿元，光大信托作为有限合伙人出资 26.67 亿元。基金主要投资范围为怀来新兴产业示范区 1.76 平方公里的产业新城建设开发业务和目标企业股权投资业务。随着传统融资渠道的逐步收紧，我们认为，产业新城基金有可能成为公司的又一重要融资渠道。

图表 46：中国产业新城基金（京津冀二期）



用途：主要投资于怀来新兴产业示范区

来源：公司公告，中泰证券研究所

估值与盈利预测

绝对估值

- 我们对公司的房地产开发及园区配套住宅建设的部分，采取传统的 NAV 估值法进行估计。据我们测算，基于 2017 年底的项目，公司房地产开发及园区配套住宅建设业务的净权益增加值为 723.1 亿元。叠加 2017 年底归属母公司股东净资产后，合计 NAV1094.1 亿元，合计每股 RNAV36.43 元/股。

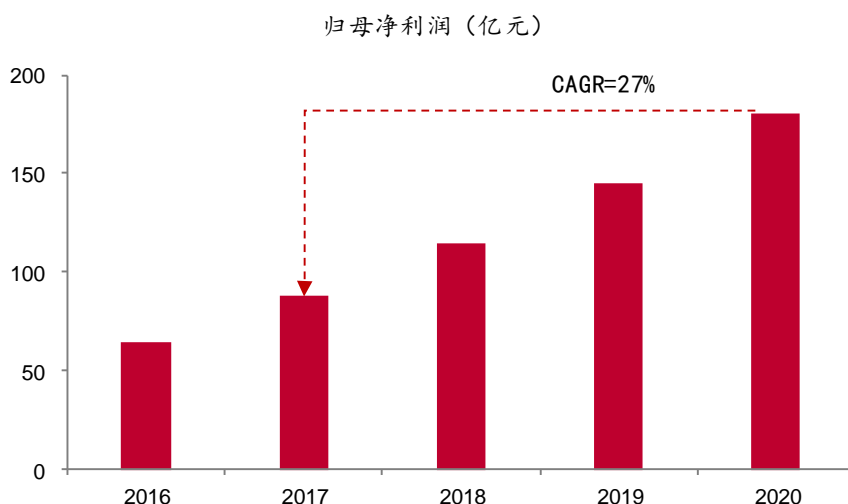
图表 47: 公司 NAV 估值

项目净权益增加值 (亿元)	723.15
2017 年末归母净资产 (亿元)	370.95
NAV (亿元)	1094.10
总股本 (亿股)	30.03
RNAV (元/股)	36.43

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

盈利预测

- 根据平安资管入股时, 控股股东对未来 3 年归母净利润增速的承诺 (2018-2020 年归母净利润增长率不低于 30%、65%、105%, 即净利润不低于 114.15 亿元、144.88 亿元、180.01 亿元, 三年复合增速达 27%)。我们预计公司 2018-2020 年的营业收入为 803.9 亿元、1073.19 亿元、137.05 亿元, 复合增速 32.0%; 归母净利润分别为 118.39 亿元, 153.07 亿元、193.57 亿元, 对应每股盈利 3.94 元、5.10 元、6.45 元。

图表 48: 业绩承诺


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **投资建议:** 公司作为产业新城的行业领军者, 受环京区域限购等政策的影响, 目前正积极脱离区域性束缚, 已初步取得成效。我们认为短期内环京区域难见政策面的放宽, 非环京区域产城拓展多处于建设起步阶段, 前期资金投入规模将持续增加, 而此次平安入股缓解了现金流压力; 据我们测算, 目前公司异地复制的产城项目现金流回正的速度快于同期环京区域的项目, 因此中长期来看, 随着非环京产业新城逐步进入收获期, 公司现金流将持续改善预期, 此时正是公司基本面和估值洼地。此外, 平安入股和此前公司部分董事及高管以自有资金增持公司股份, 均体现对公司未来发展的信心。据我们测算, 公司 RNAV36.43 元/股 (含房地产开发业务, 不含产业新城业务), 较目前股价折让 28.8%, 具备充分的安全边际。根据平安入股时控股股东的业绩承诺, 预计公司 2018-2020 年 EPS 为 3.94、5.10、6.45 元, 对应当前 PE 倍数为 6.58、5.09、4.02x, 首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示事件：**资金面流动性持续收紧，调控政策继续趋严，产业新城异地复制不达预期，回款进度不达预期等。

图表 49: 盈利预测表

利润表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	53,821	59,635	80,389	107,319	137,046	货币资金	45,503	68,105	91,805	122,560	156,509
增长率	40.4%	10.8%	34.8%	33.5%	27.7%	应收账款	16,438	29,498	32,423	50,241	55,321
营业成本	-36,045	-31,052	-42,391	-56,715	-69,392	存货	147,345	229,794	285,070	403,761	439,041
%销售收入	67.0%	52.1%	52.7%	52.8%	50.6%	其他流动资产	14,276	21,089	24,909	23,475	27,020
毛利	17,775	28,584	37,997	50,604	67,654	流动资产	223,561	348,486	434,207	600,037	677,892
%销售收入	33.0%	47.9%	47.3%	47.2%	49.4%	%总资产	89.5%	92.7%	94.4%	96.1%	96.7%
营业税金及附加	-3,135	-5,184	-6,988	-9,329	-11,913	长期投资	3,239	7,508	8,326	9,287	10,380
%销售收入	5.8%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	固定资产	2,670	2,842	2,520	2,251	1,870
营业费用	-1,875	-1,963	-2,645	-4,293	-6,852	%总资产	1.1%	0.8%	0.5%	0.4%	0.3%
%销售收入	3.5%	3.3%	3.3%	4.0%	5.0%	无形资产	6,140	5,193	3,862	2,444	1,027
管理费用	-3,623	-7,488	-10,852	-14,488	-20,557	非流动资产	26,342	27,378	25,934	24,580	23,423
%销售收入	6.7%	12.6%	13.5%	13.5%	15.0%	%总资产	10.5%	7.3%	5.6%	3.9%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	9,143	13,949	17,512	22,494	28,332	资产总计	249,903	375,865	460,141	624,617	701,315
%销售收入	17.0%	23.4%	21.8%	21.0%	20.7%	短期借款	300	6,846	71,136	124,030	143,060
财务费用	-563	-980	161	215	274	应付款项	134,825	182,999	232,160	332,190	374,911
%销售收入	1.0%	1.6%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	24,574	38,218	38,218	38,218	38,218
资产减值损失	176	832	832	832	832	流动负债	159,699	228,064	341,514	494,438	556,189
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	20,291	37,074	37,074	37,074	37,074
投资收益	415	734	386	386	386	其他长期负债	31,881	39,694	727	727	727
%税前利润	4.4%	5.1%	2.0%	1.6%	1.3%	负债	211,872	304,832	379,316	532,239	593,990
营业利润	9,171	14,536	18,891	23,927	29,824	普通股股东权益	25,361	37,095	46,853	58,360	73,250
营业利润率	17.0%	24.4%	23.5%	22.3%	21.8%	少数股东权益	12,671	33,938	33,972	34,017	34,074
营业外收支	157	-79	30	50	56	负债股东权益合计	249,903	375,865	460,141	624,617	701,315
税前利润	9,328	14,457	18,921	23,977	29,880	比率分析					
利润率	17.3%	24.2%	23.5%	22.3%	21.8%		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
所得税	-2,807	-3,993	-5,383	-6,960	-8,802	每股指标					
所得税率	30.1%	27.6%	28.4%	29.0%	29.5%	每股收益(元)	2.16	2.92	3.94	5.10	6.45
净利润	6,168	8,807	11,874	15,352	19,414	每股净资产(元)	8.44	12.35	15.60	19.43	24.39
少数股东损益	-323	26	35	45	57	每股经营现金净流(元)	2.58	-5.40	-0.04	-6.25	6.29
归属于母公司的净利润	6,492	8,781	11,839	15,307	19,357	每股股利(元)	0.65	0.65	0.88	1.27	1.49
净利率	12.1%	14.7%	14.7%	14.3%	14.1%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	25.60%	23.67%	25.27%	26.23%	26.43%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	2.47%	2.34%	2.58%	2.46%	2.77%
净利润	6,168	8,807	11,874	15,352	19,414	投入资本收益率	21.27%	20.73%	13.27%	15.21%	14.41%
加: 折旧和摊销	791	1,481	756	851	851	增长率					
资产减值准备	176	832	0	0	0	营业总收入增长率	40.40%	10.80%	34.80%	33.50%	27.70%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT增长率	35.88%	47.65%	23.20%	29.19%	26.48%
财务费用	804	1,215	-161	-215	-274	净利润增长率	35.22%	35.26%	34.83%	29.30%	26.46%
投资收益	-415	-734	-386	-386	-386	总资产增长率	48.20%	50.40%	22.42%	35.74%	12.28%
少数股东损益	-323	26	35	45	57	资产管理能力					
营运资金的变动	-2,270	-14,887	-12,201	-34,387	-712	应收账款周转天数	85.7	138.6	138.6	138.6	138.6
经营活动现金净流	7,763	-16,228	-118	-18,784	18,893	存货周转天数	829.3	1,138.3	1,152.8	1,155.3	1,107.0
固定资本投资	-1,411	-1,100	-100	-141	-20	应付账款周转天数	182.0	265.8	223.9	244.8	234.4
投资活动现金净流	-25,062	-20,030	415	230	220	固定资产周转天数	16.9	16.6	12.0	8.0	5.4
股利分配	-1,950	-1,950	-2,629	-3,799	-4,468	偿债能力					
其他	27,344	59,049	26,033	53,108	19,304	净负债/股东权益	2.76%	14.79%	6.28%	26.00%	-0.28%
筹资活动现金净流	25,394	57,098	23,403	49,309	14,836	EBIT利息保障倍数	16.7	14.1	-106.1	-102.7	-101.7
现金净流量	8,094	20,841	23,700	30,755	33,949	资产负债率	84.78%	81.10%	82.43%	85.21%	84.70%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。